

论我国资本账户开放的条件

黄颂闻

(厦门大学 经济学院, 福建 厦门 361005)

摘要: 资本账户开放直接关系到中国的经济稳定与安全, 需要一系列相关经济条件及合理的政策措施与之适应、配合。

关键词: 国际金融; 资本账户; 账户开放

中图分类号: F832.63

文献标识码: A

文章编号: 1673- 4823(2006)04- 0036- 03

Conditions of open Chinese capital account

HUANG Song-wen

(Institute of Economics of Xiamen University, Xiamen, Fujian, 361005, China)

Abstract: Open capital account relates to Chinese economical steadiness and safety, which needs a series of related economical conditions and reasonable policies to adjust to.

Key words: international finance; capital account; open account

资本账户开放, 又称为资本账户自由化、资本账户可兑换, 是指放开国际收支中资本与金融账户的资本交易限制, 实现资本的跨境自由流动。它既包括取消对跨境资本交易本身的管制, 也包括取消与资本交易相关的外汇(包括资金跨境转移及本外币兑换)的管制; 既包括取消直接的资本管制措施, 也包括取消间接的资本管制措施, 如征税、补贴以及歧视性的货币安排等。作为一国经济对外开放的重要内容和融入经济金融全球化进程的根本性步骤, 资本账户开放是一项复杂而艰巨的系统工程, 直接关系到发展中国家的经济稳定与安全。作为世界上最大的发展中国家, 中国已经确立了“在有效防范风险前提下, 有选择、分步骤放宽对跨境资本交易活动的限制, 逐步实现资本项目可兑换”的目标。研究发展中国家资本账户开放的前提条件问题, 对于我国平稳、顺利地实现资本账户开放具有重要意义。

资本账户开放意味着一国经济基本上实现了完全的对外开放, 各国经济的运行拥有了许多封闭条件下不具备的特征, 经济的开放性使原有宏观经济变量之间的关系发生了深刻变化。在开放经济条件下, 宏观经济内外均衡之间经常面临着矛盾冲突, 为避免这种冲突, 必须运用政策搭配的方法, 即为实现多个宏观经济目标, 使用多个政策工具, 通过各项政策的有机组合和协调来共同实现国民经济的内外均衡。

实际上中国资本账户已经非常开放了, 我们今天讲的开放, 不是普通意义上的开放, 而是开放剩余下来的项目。实际上中国对直接投资已经非常开放了, 甚至比欧洲国家和日本开放的多。外国投资者可以投资到中国的证券市场, 而且鼓励国内的企业到海外投资, 也就是走出去战略。但是我们现在实行的这些资本账户控制越来越不适应我们国家对外经济发展的需要, 我们国家每年的进出口都在上千亿的规模, 外汇投资 500 多亿, 外汇储备也达到 4000 多亿, 这样大的规模, 随着经济规模扩大以后, 管制效率会低下。因此外汇管理局的官员说, 我们国家外汇管理制度越来越过时了, 而且效率越来越低。在上个世纪 90 年代末到本世纪初我们有大量的非法资金流出, 每年都在两三百亿的规模。2002 年人民币升值后, 短期有大量热钱流入, 这就是一个说明。我们管理管制的效率越来越低下, 不是开不开放的问题, 而是尽快开放的问题。曾经有一个时间表, 在 5 到 6 年之内, 大部分的资本账户都会开放。

从实践来看, 多数发展中国家是把资本账户开放作为其整体经济调整与结构改革的重要组成部分, 这本身也说明了资本账户开放与其他改革措施之间互为条件、互为前提的共生关系。“由于放松资本账户限制一般都是在实施一系列稳定措施和结构改革的背景下进行的, 因此分析开放资本帐户

[收稿日期]2006—05—18

[作者简介]黄颂闻(1977—), 女, 福建南安人, 闽西职业技术学院讲师, 厦门大学经济学院在职研究生。

©1994-2014 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. <http://www.cnki.net>

的含义要以其它这类政策的变化为背景。”另一方面,由于法律制度、公司治理结构、银行监管体系、资本市场发展和宏观经济环境等方面的巨大差异,各发展中国家资本账户开放的结果很不相同。但总体而言,发展中国家的资本账户开放是一个充满风险和危机的过程,其间经历了20世纪80年代拉美债务危机、1994年墨西哥金融危机、1997年东亚金融危机、1999年巴西金融危机、2001年阿根廷金融危机等一系列危机。然而,“以外汇市场的崩溃为主要表现形式的金融危机,实际上反映了一国宏观经济的内外失衡,在内外失衡逐渐积累及最终爆发的过程中,国际资本流动发挥了重要作用。”换言之,发展中国家在资本账户开放进程中面临的风险程度,取决于与之相关的一系列经济环境和条件,具体包括:

一、保持宏观经济运行的稳定

宏观经济运行健康与否的关键在于财政及货币状况。资本账户开放的经验表明,当一国存在高额财政赤字时,如果放松或解除资本管制措施,那么短时间内就可能发生大规模的资本流出或流入,给汇率和宏观经济稳定造成巨大压力:(1)如果财政赤字采取向中央银行借贷(或透支)的形式弥补,将会引起货币供给的增加,放松资本管制就会刺激本国居民将资产转移到国外以逃避通货膨胀税,从而引起货币贬值预期。当市场产生强烈的贬值预期时,资本外逃将会加速发生,最终可能导致严重的汇率危机。(2)如果财政赤字通过政府发债弥补,则会引起市场利率上涨,拉大国内外利差,放松资本管制将引起大规模的短期资本流入,导致实际汇率升值,引起国际竞争力下降和经常账户恶化,并造成内债和外债的不断积累,动摇公众对国家偿债能力的信心,最终可能酿成债务危机。在20世纪70、80年代,许多发展中国家大量举借外债,为较高水平的财政赤字融资,当资金流入减缓,实际利率上升,商品价格下降时,由于国际竞争力并未提高,债务危机也就随之而来。因此,实行以减少预算赤字为目标的财政改革以及避免以通货膨胀的方式为财政赤字进行融资,并且尽力控制国内信贷供给和货币总量,保持货币政策与财政政策的纪律性和信誉性,对于资本账户的顺利开放具有十分重要的意义。此外,不稳定的宏观经济本身就是资本大规模投机性流动的诱因。为了避免资本大量的不利流动,中国必须实行合理的宏观经济政策。一是要实行稳健的财政政策。如果财政扩张过度会产生巨额赤字,导致高利率,从而引发投机性资本流入,影响宏观经济的稳定;二是要采取灵活的货币政策。资本账户开放可能会降低货币政策实施的独立性,因此货币当局必须增加间接金融工具(特别是公开市场操作)的应用,而减少对银行等的直接干预。另外,货币当局要随时警惕通货膨胀,减少资产价格的波动,从而使投资者的决策更加合理;三是要保持经常项目的略有顺差。由于经常项目与资本项目紧密相连,它对资本流动有较大的作用,那些经常项目有着巨额逆差的国家往往会扩张外债以克服不平衡,这将提高偿债率,增加风险。保持经常项目的略有顺差,可以增强我国抵御金融风险

的实力,也可为资本项目开放提供一个宽松的环境。

二、增强人民币汇率的弹性

恰当的汇率制度安排是资本项目货币可兑换的一个重要保证。东南亚金融危机表明,僵化的汇率制度安排和汇率形成机制是受到国际投资冲击的一个重要原因。为减少资本账户开放过程中可能出现的动荡,保持富有弹性的汇率安排是一种明智的做法。正如“蒙代尔三角”所描述的那样,在资本自由流动的情况下,弹性汇率安排可以大大增强本国货币政策的独立性,并成为阻止外部市场动荡对国内经济冲击的“防火墙”。另外,当资本大规模流入或流出时,弹性的汇率安排还可发挥对国际收支的逆向调节作用,有效减少短期资本的套利活动。20世纪80年代拉美债务危机、1997年东亚金融危机的经验都表明,在资本账户开放的条件下,政府不能根据国内外条件及时调整汇率政策,而一味地坚持固定联系汇率制,是造成危机的重要原因之一。因此,要实现资本账户下货币的自由兑换,就必须积极稳步地推进汇率制度改革,通过一种有序的方式实现向弹性汇率制度的转变。

三、保持可维持的国际收支结构

资本账户开放引起短期内资本的大量流入流出,会影响到实际汇率和产品的国际竞争力,导致经常账户差额的调整,加剧国际收支的波动幅度;另一方面,在资本账户开放以后,随着资本流动规模的扩大,经济运行中的不确定性也会明显增加。因此,为了应付随时可能发生的兑换要求,维持外汇市场和汇率的相对稳定,政府必须保有较充分的国际储备,尤其是外汇储备。根据通行的国际储备需求理论,充足的外汇储备通常要求外汇储备额占年进口额的比重最少不得低于20%,一般应维持在30%至40%上下。但是,随着全球资本流动规模的快速上升和外汇市场交易量的急剧膨胀,相对于目前全球外汇市场日均高达1万多亿美元的交易额来说,在一国经济基本面因素或市场预期发生重大变化时,要维持资本账户开放条件下的经济稳定,传统意义上的保持3个月进口所需外汇的储备规模远远无法满足维持国际收支平衡的要求。要维持资本账户开放条件下的经济稳定,客观上要求一国的国际收支达到实质性平衡或长期性平衡。国际收支平衡的长期性标志可以简单地概括为自主性交易达到平衡,即国际收支基本差额的平衡。由于影响国际收支长期性平衡的因素主要是经济结构的问题,因此,中国必须根据国际产业结构和国际市场供求的变化,积极主动对经济结构进行战略性调整,不断提高自身的国际竞争力。只有这样,才能为资本账户开放创造一个良好的国际收支环境。

四、建立完善、健全的金融体系

资本账户开放将使国内金融市场与国外金融市场联结更加紧密,外部的各种冲击通过金融市场可以很快地传导到国内。国内金融体系的稳健、高效是减少外部冲击影响的重要条件,甚至是防止外部货币金融动荡冲击的关键因素。另一方面,资本账户开放也有利于利用国外储蓄来弥补本国投资-

储蓄缺口,促进经济增长,但其前提是国内金融体系不存在金融抑制,能很好地在投资项目间配置储蓄资源。因此,中国在资本账户开放前必须进行金融体系的深化,建立完善、健全的金融体系。

应该说,在经济发展的初期,一定程度的金融抑制对发展中国家通过货币金融系统动员国内资源,较快走上工业化道路、摆脱贫困有一定的帮助。但是,这种通过金融抑制而形成的融资的低成本却忽略了给其他部门造成的损失。金融抑制下的金融资源配置具有明显的、而且是巨大的行政性扭曲。金融资源价格的这种行政性扭曲不可避免地带来了严重的道德风险和低下的资金配置与使用效率。随着经济的发展,金融抑制愈来愈显示出负面效应。

在资本账户开放条件下,金融抑制导致的金融扭曲将会更加严重和突出。首先,资本账户开放增加了国内居民获取国外信贷支持的渠道,迫使国内金融机构面对来自外国银行的竞争。长期在封闭金融市场环境下运作的国内银行很难具备足够的竞争力,往往会导致出现业务萎缩、资产质量下降等后果。其次,资本账户开放后,利率与汇率的变动往往引起大规模的资本流出流入,金融压抑环境下的利率管制,必然造成资金价格信号的失真,从而引起资本的异常流动,冲击国际收支和宏观经济均衡。第三,由于在实行利率管制和直接信贷控制情况下,不能形成正常的资金配置机制,无法保证资金的有效配置和合理利用,因而在资本账户开放后,外国资本大量流入会导致更大规模的资源浪费,甚至可能造成外债清偿困难。对于金融体系存在抑制和重大扭曲的发展中国家,在未解决本国金融体系的重大问题以前,就匆忙取消对资本账户交易的大部分限制,将会面临严重的风险甚至导致严重的危机。因此,发展中国家在开放资本账户之前,首先必须深化国内的金融体制改革,积极推进国内的金融自由化、金融深化和金融发展,消除国内金融体系存在的各种扭曲,这是发展中国家实现资本账户顺利开放的必要条件之一。

在金融监管不完善的情况下,过量的资本流入得不到应有的监控和筛选,就会鼓励银行涉足高风险部门和行业,如房地产、股票市场等,使这些部门的资产价格迅速膨胀,从而将经济推向泡沫化,并以巨额不良贷款的生成而告终,使国家陷入重大危机。根据《巴塞尔协议》,金融监管措施至少应当包括:严格的银行部门的市场准入制度,对银行投向某一部部门或行业的贷款比例的限制,银行的信贷程序和财务状况的审查和监管,及时制止各种违规操作等。同时,还要加强证券市场监管,包括健全各种交易法规、上市标准和程序,完善信息公开披露制度,积极培育会计、评估、审计、法律等中介机构并使其公正地提供服务等。

五、加快国内金融自由化改革

全面的资本账户开放必须以国内金融的自由化(特别是

人民币利率的自由化)为前提。我国的利率还没有自由化,如果资本市场开放,利率就会支配资本流动,否则就会造成很多的扭曲。我们国家从东亚金融危机之后,一直实行盯住美元的汇率制度,但开放之后维持这样的汇率制度就很难了。实际上这几年货币政策执行难度越来越大,从去年六月份到今年仅仅一年之间外汇储备 1241 亿,增幅达到 35%,外汇占款就超过了 1 万亿的基础货币投放。93 年只占 7%,而最近都占了 80%多,这必然对货币政策独立性造成影响。在这种情况下,如果选择资本账户的开放,必然要改变我国的汇率制度。当资本管制解除后,资本的流入流出将主要靠利率进行调节。如果继续维持利率管制,那么很可能造成资金价格信号的失真和大规模资源浪费。因为僵化的利率体系和利率水平对社会储蓄、资本形成和国际收支有着不利影响。而且,因为政府通过控制利率水平而降低政府债券的发行成本,将影响全社会的资源配置效率,成为引发资本过度流出流入的诱因。此外,在资本账户开放环境下,资本的大量流入流出,将通过外汇储备的增加或汇率变动直接影响国内货币供求。因此,在我国决定全面实现资本账户开放之前,必须努力发展各类货币市场工具,建立起高效的公开市场操作机制。

六、合理安排资本账户开放的顺序

根据国际经验和我国的实际情况,放开资本账户时应该按一定的顺序进行,采取渐进的、审慎的步骤。笔者认为应遵从以下几个原则:(1)先放开对长期资本项目的限制。也就是说长期资本交易的自由化应当先于证券投资和短期资本的自由化。(2)证券投资的自由化应当先于短期投资的自由化,尤其是先于短期投机性交易的自由化。(3)与实物资产相关的交易(如直接投资、贸易融资)应先于与实物资产无关的交易(如证券投资、金融信贷)的开放。(4)对短期资本流入的开放应当先于对短期资本流出的开放。(5)本国居民进行海外交易的自由化应当先于非居民参加本国金融市场的自由化。

参考文献:

- [1] 中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定[R].北京:人民出版社,2003.
- [2] 康纳德·J·马西森,莉莉亚纳·罗哈斯-苏亚雷斯.资本帐户自由化——经验与问题[M].王晓蕾,王志芳,译.北京:中国金融出版社,2005.
- [3] 李忠平.中国金融国际化问题研究[M].北京:中国财政经济出版社,2004.
- [4] 鄂志寰.国际资本流动的影响及控制问题的研究[J].国际金融研究,2004(12):32-36.
- [5] 张礼卿.资本账户开放的政策性框架:前提条件、速度和顺序[J].国际金融研究,2003(11):45-48.

责任编辑:林振东